

内 容 摘 要

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: X200108064

UDC\_\_\_\_\_

学 位 论 文

资产证券化中的法律问题

Legal Issues on Asset Securitization

陈 虎

指导教师姓名: 郭俊秀 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 法 律 硕 士

论文提交时间: 2004 年 11 月

论文答辩日期: 2004 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席\_\_\_\_\_

评 阅 人\_\_\_\_\_

2004 年 11 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：陈虎

2004 年 11 月 8 日

## 内 容 摘 要

资产证券化业务是融资体制的创新方式之一，该业务在使发行者获得低成本资金的同时，增强了资产的流动性，分散了风险。

本文简要介绍了资产证券化内容、程序、以及证券化过程中各法律主体相互关系，指出破产隔离问题在整个证券化过程中的核心作用，并试图从不同的法律角度论证破产隔离的几个可能性。由此引申出利用公司制 SPV，以及信托制 SPV 来达到破产隔离的技术方案。

在公司制 SPV 的安排下，陈述了我国《公司法》等对实现资产证券化的障碍，主要是对公司制 SPV 主体资格、权利能力、行为能力上的限制，在此基础上，对完善资产证券化的公司法环境提出具体建议。围绕公司制 SPV 的核心问题，即真实销售进行阐述，重点分析了债权转让通知问题、最高额抵押合同转让问题、抗辩权问题，并论证了真实销售与撤销权之间的关系。

在信托制 SPV 的安排下，陈述了我国《信托法》等对实现资产证券化的障碍，主要对信托制 SPV 权利能力、行为能力上的限制，在此基础上，对完善资产证券化的信托法环境提出具体建议。同时在证券化资产转移过程中，需要进行抵押登记变更手续，对其中涉及的法律问题进行分析并提出建议。

文章通过对两种不同的证券化方式进行讨论，试图阐明以公司制与信托制进行证券化操作的目的在于实现破产隔离，他们与破产隔离不是相互独立的问题，而是手段与结果的关系。笔者认为：要达到资产证券化的目的，离不开法律的指导，设立以法律制度为背景的制度框架对实现资产证券化会起着重要的作用。

**关 键 词：**资产证券化；法律问题

厦门大学博硕士论文摘要库

## ABSTRACT

As one of the patterns of financing system innovation, asset securitization provides sponsors with low cost capital, enhances liquidity of assets, diversifies risks.

This paper gives you a brief account of the contents and process of asset securitization, as well as the relations among law subjects. This paper also demonstrates the nucleus role played by bankruptcy remote in the process of securitization and the possibilities of bankruptcy remote from different legal angles, so as to extend SPC and the technical proposal of bankruptcy remote by SPT

By the arrangement of SPC, it is necessary to know how the Corporate Law obstructs the process of asset securitization in aspect of restrictions on subject qualifications, capacity for rights and capacity for action of SPC. On the basis of that, this paper suggests specifically how to improve the environment of Corporate Law in the process of asset securitization. Around the nucleus problem of SPC namely true sale, this paper lays stress on analyzing the problems concerning the following three respects: information of assignment of debts, transfer of selling amount mortgage contract, and right of pleadings. This paper also demonstrates the relationship between true sale and right of rescission.

By the arrangement of SPT, it is necessary to know how the Trust Law obstructs the process of asset securitization with respect to restrictions on capacity for rights and action of SPT. On the basis of that, this paper suggests specifically how to improve the environment of Trust Law in the process of asset securitization. Meanwhile, this paper makes analysis and suggestions on the legal problems which are involved in the alteration formalities of mortgage registration during the transfer of securitized assets.

Considering the two securitization patterns, this paper tries to clarify that the purpose of securitization by SPC and SPT is bankruptcy remote. Securitization by SPC and SPT and bankruptcy remote are not mutual independent, but the premise

and result. The writer supposes that to achieve asset securitization must be guided by law, that establishing system frame under the law system background plays an important role to realize asset securitization.

**Key Word:** Asset Securitization; Legal Issue.

厦门大学博士论文摘要库

## 目 录

前 言	1
第一章 资产证券化概述	3
一、资产证券化的概念	3
二、证券化资产的标准	5
三、资产证券化的运作程序	5
第二章 资产证券化的法律主体及风险隔离问题	8
一、资产证券化的法律主体	8
二、风险隔离	12
三、与发起人风险隔离的实际操作	14
第三章 公司制 SPV 的法律问题	18
一、设立公司制 SPV 的困难	18
二、公司制 SPV 的特点	19
三、关于真实销售	22
四、真实销售与撤销权	27
第四章 信托制 SPV 的法律问题	30
一、设立信托制 SPV 的困难	31
二、信托制 SPV 的特点	33
三、抵押登记的变更问题	35
结 语	38
参考文献	39

## CONTENTS

<b>Preface</b> .....	1
<b>Chapter 1 Asset Securitization</b> .....	3
Section 1 Definition of Asset Securitization.....	3
Section 2 Standard of Securitizde Asset.....	5
Section 3 Operation Procedure of Asset Securitization.....	5
<b>Chapter 2 Legal Subject of Securitization &amp; the Problems</b>	
<b>Concerning Risks Remote</b> .....	8
Section 1 Legal Subject of Asset Securitization.....	8
Section 2 Risk Remote.....	12
Section 3 Practical Operation of Risk Remote to Issers.....	14
<b>Chapter 3 Legal Issues of SPC</b> .....	18
Section 1 Difficulties to Establish SPC System.....	18
Section 2 Characteristics of SPC .....	19
Section 3 True Sale.....	22
Section 4 True Sale & Right of Rescission.....	27
<b>Chapter 4 Legal Issues of SPT</b> .....	30
Section 1 Difficulties to Establish SPT System.....	31
Section 2 Characteristics of SPT.....	33
Section 3 Issues Concerning the Modification of Mortgage Registration...	35
<b>Conclusion</b> .....	38
<b>Bibliography</b> .....	39



## 前言

资产证券化起源于 60 年代末的美国。当时美国的发行人按一定的标准把若干个住房抵押贷款组合在一起，以此为抵押发行债券；在住房抵押贷款证券化之后，证券化技术被广泛地运用于按揭债权以外的非按揭债权资产。1985 年汽车贷款的抵押证券开始发行；1988 年，美国又推出了以信用卡贷款为抵押的证券；1993 年学生贷款的抵押证券出现；目前，资产证券化已运用到企业的应收帐款、租金、版权专利费、信用卡应收帐款、汽车贷款应收帐款、消费品分期付款等业务领域。到 1993 年，美国抵押贷款证券的总量已达到了 5000 亿美元。资产证券化市场已成为美国仅次于联邦政府债券的第二大市场，它也是美国资本市场上最重要的融资工具之一。

1990 年起，资产证券化开始出现在亚洲市场上，特别是东南亚金融危机爆发以后，在一些亚洲国家得到迅速发展。资产证券化是近 30 年来世界金融领域最重大和发展最快的金融创新工具，是衍生证券技术和金融工程技术相结合的产物<sup>①</sup>。

资产证券化在世界资本市场的快速发展促进了我国对这一金融创新工具的探索，随着我国资产流动性问题的日益突出，以及全社会对流动性问题认识的加深和经济实体对流动性需求的逐步强烈，在证券市场的培育与发展过程中，资产证券化作为解决流动性问题的途径之一引起了广泛讨论和尝试，特别是处置不良信贷资产的资产管理公司的成立，使得资产证券化这种融资工具引起了人们的重视。2000 年 3 月，中集集团与荷兰银行签定了应收帐款证券化协议，通过将应收帐款真实销售的方式转让给国外的 SPV，在此基础上发行商业票据，中集集团获得了 8000 万美元左右的融资，成为我国资产证券化成功开展的典范。虽然我国目前的证券化水平比较低，处于孕育和突破阶段，但是资

<sup>①</sup> 王晓军.中国房地产证券化的法律分析[EB/01].

<http://www.chinasecuritization.com/jspNews/single.jsp?id=258&cat, 2004-10-18>.

产证券化独有的融资特点和我国金融市场、制度、技术不断完善的实际情况，加上当前市场的需求，有力地推进了我国资产证券化业务的开展。

资产证券化是高度发达的市场经济条件下追求利益最大化的必然产物，也是日益完善的法制环境下体现制度组合优势的金融创新<sup>①</sup>。资产证券化创造了有别于银行信用、企业商业信用的资产信用，将现存的静态债权资产转化为担保证券发行的流动的信用资产，是一个对存量资产进行证券化而使之获得流动性等目的的工具。

---

<sup>①</sup> 洪艳蓉.资产证券化法律问题研究[M].北京：北京大学出版社，2004.1

## 第一章 资产证券化概述

资产证券化是融资体制的创新，是同银行信用和传统直接融资具有相同地位的体制安排。从银行的角度来看，实施资产证券化有时为了匹配风险结构，有时为了满足融资需求；而企业进行资产证券化，很大程度上是为了获得低成本资金，就是为了融资；资产证券化在宏观上能促进经济资源的优化配置，深化金融市场的分工，提高整个金融体系的运作效率。具备上述特点的资产证券化业务，不仅备受发起人和投资者的青睐，而且得到政府的重视和扶持。

### 一、资产证券化的概念

资产证券化将发行者缺乏流动性的资产转变为流动性高的资产；同时因采取了信用增级的手段，降低了筹资成本；并将发行者的资产从资产负债表中移出去，改善了财务指标，提供了更为灵活的财务管理方式。

资产证券化为金融机构提供了一种有效的方式，从而将集中的信用风险、市场风险和利率风险转移给分散的资本市场，降低了金融机构和金融体系的风险。1988年通过的《巴塞尔协议》规定：资本净额与表内外风险加权资产总额的比例不得低于8%，其中核心资本不得低于4%。为此，通过降低表内外风险加权资产即可以达到增加资本的目的，促进了各种类型的风险资产证券化应运而生，通过证券化出售贷款资产，获得收益，避免通过增加资本来提高资本充足率的繁琐程序，满足了监管要求。

资产证券化一方面是从银行的角度出发，金融机构将其拥有的各种贷款债权分割成小单位面值的有价证券出售给社会公众，即出售给广大投资者，从而在资本市场上筹集资金，用以再发放贷款；另一方面是从非金融机构出发，投资经营机构将资产价值由固定资本形态转化为具有流动性功能的证券商品，通过发售这种证券商品在资本市场上筹集资金。

80年代以来，以利率自由化为主要特征的金融自由化使得银行面临巨大的

利率风险,银行的期限风险和新出现的市场风险使得传统的资产负债管理无法满足要求。资产证券化使得银行的信用风险和流动性风险从银行转移出去,银行的风险得到了较好的控制。

因此,资产证券化这一金融创新已经成为拓宽企业融资渠道,盘活存量债权资产,解决商业银行资本充足率问题,优化其资产负债比例结构,繁荣资本市场,刺激储蓄与投资相互转化的行之有效的金融工具之一。

根据资产证券化的特性和作用,美国证券交易委员会对资产证券化的定义是:创立主要由一组不连续的应收帐款或其他资产组合产生的现金流担保的证券,它可以是固定的或循环的,并可以根据条款在一定的时期内变现,同时附加其他一些权利或资产来保证上述担保或按时间向证券持有人分配收益<sup>①</sup>。这个定义说明了资产证券化的过程,并对证券化的资产进行描述,但没有揭露资产证券化的特征和本质,没有将该种业务与传统的融资方式相区别。

资产证券化区别于传统证券化融资的地方是其特定的资信基础和其特定的制度安排,是一种不同于直接融资和间接融资的融资体制,主要表现在三个方面:第一,资产证券化打通了传统的中介信用和市场信用之间的通道;第二,汇集中介信用的资产组合优势与市场信用的投资者组合优势为一体;第三,是对传统信用基础的革命,完成了整体信用基础向资产信用基础的转化。因此,也有人给资产证券化定义:资产证券化是一种融资体制安排,它是以特定的资信为信用基础,通过对该资信所对应的未来现金流进行结构重组和信用增级,在开放性的金融市场上发行证券进行融资的制度安排<sup>②</sup>。该定义表示资产证券化是一种融资安排,但是仍没有揭示资产证券化的结构和对相关当事人的描述。

笔者认为:所谓资产证券化就是将一组流动性较差的资产经过一定的组合,使这组资产能够产生可预计且稳定的现金流收益,出售给特殊目的载体SPV (Special Purpose Vehicle),再通过一定的中介机构的信用加强,把这些资

① 邓伟利.资产证券化--国际经验与中国实践[M].上海:上海人民出版社,2003.7

② 李传全.资产证券化的概念与分类研究[EB/OL].

<http://www.chinasecuritization.com/jspNews/single.jsp?id=202&cat>, 2004-10-16.

产的收益权转变为投资者接受的，即可在金融市场上流动的，信用等级较高的债券型证券的过程。在这一过程中，特殊目的载体 SPV 以证券销售收入偿还发起人出售资产的价款，以资产产生的现金流偿还投资者持有的证券权益。

## 二、证券化资产的标准

资产证券化对被证券化的资产要求很高，一般来说资产应具备如下特征：

- 1、资产能在未来产生可预测的稳定的现金流；
- 2、原始权益人持有该资产已有一段时间，且信用表现纪录良好；
- 3、资产应具有标准化的合约文件，即资产具有很高的同质性；
- 4、资产抵押易于变现，且变现价值较高，对债务人的效用较高；
- 5、债务人的地域和人口统计分布广泛；
- 6、现金流量的期限结构清晰，本息的偿还分摊于整个资产的存续期内；
- 7、资产的历史记录良好，保持一定时期的低违约率和低损失率。

从上述标准可以看出，资产证券化取决于证券成本与收益的关系，只有收益大于成本，发起人才会有积极性进行资产证券化，这是资产证券化的原始动力。资产证券化要求资产本身的现金流容易确定、期限较长等，在资产证券化初期，证券化的资产主要集中在住房抵押贷款，这主要因为住房抵押贷款具有保障性高，还款条件明确，期限较长的特征。但随着资产证券化技术的不断完善发展，对这些特征的限制越来越小，即使是那些还款现金流量不容易确定、期限较短的资产，如贸易应收帐款等，也被纳入证券化的范围。虽然如此，当出现某些资产服务者缺乏经验、资产池中资产的数量较小或金额最大的资产所占的比例过高、付款时间不确定、债务人有修改合同条款的权利等情况，以及现金流不稳定、同质性低、信用质量较差的资产仍然不易于被直接证券化<sup>①</sup>。

## 三、资产证券化的运作程序

- 1、发起人确定实施资产证券化的基础资产。发起人将自己拟证券化的债

<sup>①</sup> 陈瑞. 资产证券化在我国发展的法律思考[EB/OL].

<http://www.chinasecuritization.com/jspNews/single.jsp?id=560&cat, 2002-10-20>.

权进行清理估算，组成同质的资产池。一般发起人是商业银行、财务公司、保险公司，也可能是大型的企业集团。

2、发起人向发行人（即特殊目的载体 **SPV**）真实出售证券化基础资产，或委托人将证券化基础资产设定为信托财产。通过真实销售或信托方式使发起人的风险与证券化的资产隔离。**SPV** 利用整个基础资产组合而成的资产池产生的未来现金流为担保，在资本市场上发行资产担保证券。

3、信用增级。由发行人 **SPV** 或第三方提供担保，或用其他的信用提高方式支持信用增级，以减少资产担保证券发行的整体风险，从而提高证券定价和上市能力。

4、发行评级。市场投资者需要信用评级机构对资产证券化的证券的信用质量、结构完整性等进行独立的分析和评价。而信用评级机构重点对证券化的资产的未来现金流进行评估，以判断可能给投资者带来的风险。

5、证券销售。投资银行会与发起人、**SPV** 共同策划组织，为证券的发行有效促销，使发行过程符合法律法规、会计税收等要求，确保证券发行成功，实现发起人的融资目的。

6、发行人 **SPV** 获取证券发行收入，向发起人支付基础资产购买对价。或委托人委托的信托公司向投资者发行优先级信托利益份额，委托人获得销售收入；或者受托人发行优先级信托利益份额，获得发行收入，再将其支付给委托人。

7、安排证券交易，管理证券化资产。对未到期的债权产生的现金流、以及对未到证券偿付期的证券化资产，由 **SPV** 按照风险管理的安排进行管理。

8、积累现金流，向投资者支付本金和利息。

由上述程序可见，发起人将证券化的基础资产真实出售或信托给发行人 **SPV**；再由发行人 **SPV** 整合基础资产成资产池，对基础资产进行信用增级；聘请评级机构，对信用增级后的资产支持证券进行信用评级；选择基础资产服务商，签订管理服务协议；选择承销商，由承销商承销资产支持证券；获取销售收入、向投资者依约支付证券本息。因此，资产证券化过程是围绕着 **SPV** 为

中心进行各环节的运作，最终达到融资或增强资产流动性的目的。设计出 SPV 这个主体，达到隔离风险的目的，从而顺利说服证券市场的投资者进行投资，是资产证券化最显著的创新之处，本文也是围绕着 SPV 这个核心，以及风险隔离的目的，从法律的角度进行探讨。

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第二章 证券化的法律主体及风险隔离问题

资产证券化业务利用其巧妙的结构性安排，显示出分散风险、配置资源的特性，而这些安排，又是依赖各种不同的法律主体，由一系列以合同为主的法律行为组合而成的。

### 一、资产证券化的法律主体

资产支持证券的发行所涉及到的主体有：发起人、特殊目的载体、服务商、投资银行、信用评级机构、信用增级机构、支付代理机构或受托管理人、投资人、各种中介机构、政府机构、债务人等。其中心主体是特殊目的载体。

1、发起人：即资产的原始权益人，他们根据融资需要选择适于证券化的基础资产组成资产池，然后以真实销售的方式转移给特殊目的载体 SPV；或者将该基础资产设定为信托财产，由信托公司直接持有该基础资产。因此资产证券化的发起人的作用是确定资产，将基础资产从发起人资产负债表中剥离。

根据 SPV 的法律组织形式，SPV 与发起人可能存在两种法律关系：第一是买卖法律关系，即通常所说的真实销售，通过真实销售，SPV 对基础资产享有了完全的所有权，在发起人破产时，基础资产不能作为其破产财产。第二是信托法律关系，即发起人将基础资产信托给 SPV，成立信托关系，由 SPV 作为证券的发行人，发行代表对基础资产享有按份权利的信托受益权证书。在此关系中委托人为发起人，受托人为 SPV，信托财产为证券化资产组合，受益人则为信托受益证书的持有人即投资者。

2、特殊目的载体 SPV：SPV 是指购买发起人的基础资产，并依此为基础设计、发行资产支持证券的机构。SPV 的发行收入构成向发起人购买证券化资产的资金来源。SPV 与发起人签订合同，将拟证券化的资产转移到 SPV 的名下，实现真实出售。它可以确保发起人一旦发生破产，证券化了的资产将不会遭到清算，它使资产本身的回报风险与发起人的整体信用风险相分离，从而实



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库